



Research and
Development Center

道通科技：全球布局的汽车诊断龙头， 成长进入快车道

— 道通科技（688208.SH）首次覆盖

鲁立 行业分析师

S1500520030003

+86 13916253156

luli@cindasc.com

罗云扬 行业分析师

S1500521010001

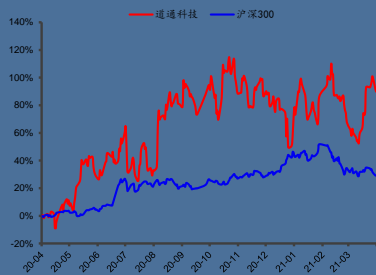
+86 17806712169

luoyunyang@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

道通科技 (688208.SH)
投资评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|--------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 84.90 |
| 52 周内股价 | 55.6-87.5 |
| 波动区间(元) | |
| 最近一月涨跌幅 (%) | 15.83 |
| 总股本(亿股) | 4.50 |
| 流通 A 股比例 (%) | 60.20 |
| 总市值(亿元) | 382.05 |

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

道通科技：全球布局的汽车诊断龙头，成长进入快车道

2021 年 06 月 04 日

本期内容提要：

◆ **ADAS 校准与智能汽修云服务成为主要增量。**公司通过紧密跟踪汽车发展趋势和持续进行产品创新，目前已构建了包括汽车综合诊断产品、针对汽车胎压监测系统的 TPMS 系列和针对汽车智能辅助驾驶系统的 ADAS 系列在内的三大产品线，同时基于多年积累的诊断维修数据与案例，开始提供一体化的智能维修云服务。其中 ADAS 校准与智慧汽修云服务增长快速。我们认为，目前公司传统汽车诊断业务与胎压诊断业务凭借技术迭代有望保持平稳增长，而 ADAS 校准在汽车辅助驾驶功能不断渗透趋势下预计将高速增长，而智能维修云服务坐拥公司海量终端产品存量与新增客户增长潜力巨大。

◆ **全新 APP 有望在 21 年发布，助力软件收入提升。**海外巨头基于庞大维修信息数据库与多年来品牌与客户群沉淀，每年软件收费远高于硬件销售收入。公司正加大维修信息、门店 ERP 等增值软件产品研发。我们认为，结合目前公司在研项目中的“新一代云平台”，看好公司通过技术升级与功能拓展，以高附加值的新软件产品来引导客户自发的进行软件付费，同时持续保持研发投入，形成“技术迭代、体验升级、付费增加”的正循环，软件收入向国际厂商看齐。

◆ **未来公司 ADAS 校准产品增长主要受益于：**1. 行业方面，汽车智能化程度快速提升，低级别自动驾驶功能规模化渗透，ADAS 校准全球千亿级市场空间；2. 公司第二代产品在性能、便携度等维度全面升级，以客户为中心，产品竞争力强劲，有望抢占市场份额；3. 与福耀玻璃等合作，技术与渠道资源发挥“1+1>2”效应。

◆ **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司未来业绩增长点主要有：1. 综合诊断产品在全球竞争力持续提升；2. TPMS 产品在法规要求下已成为刚需，后装市场进入放量期 3. ADAS 校准持续受益汽车智能网联化进程，4. 软件增值服务业务远期靶向更大市场空间，业绩从短中长期看均有强劲增长动力。预计 21-23 年公司归母净利润为 6.09/8.58/12.10 亿元，对应估值为 56/40/28 倍。首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

◆ **风险提示：**1. 产品迭代缓慢导致竞争力下降；2. 软件升级业务变现不及预期；3. 国内市场低价竞争导致利润率下滑。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1,196 | 1,578 | 2,091 | 2,774 | 3,684 |
| 增长率 YoY % | 32.8% | 31.9% | 32.5% | 32.7% | 32.8% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 327 | 433 | 609 | 858 | 1,210 |
| 增长率 YoY% | -2.6% | 32.4% | 40.6% | 40.9% | 41.0% |
| 毛利率% | 62.4% | 64.3% | 64.5% | 64.6% | 64.8% |
| 净资产收益率 ROE% | 28.1% | 17.1% | 19.4% | 21.4% | 23.2% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.73 | 0.96 | 1.35 | 1.91 | 2.69 |
| 市盈率 P/E(倍) | 0.00 | 71.19 | 55.84 | 39.63 | 28.11 |
| 市净率 P/B(倍) | 0.00 | 12.17 | 10.82 | 8.50 | 6.53 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 04 日收盘价(84.9 元/股)

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 全球汽车后市场领先设备商，产品迭代不断 | 5 |
| 公司技术不断迭代，产品竞争力持续加强 | 5 |
| 全球化布局，业绩持续快速增长 | 7 |
| 股权激励彰显业绩信心 | 9 |
| 汽车后市场有长期增长动力，公司软件收入弹性巨大 | 10 |
| 全球汽车保有量与平均车龄呈长期提升态势 | 10 |
| 市场规模稳步增长，公司产品性价比高 | 11 |
| 高弹性软件收入有望高速增长 | 14 |
| 汽车智能化进入黄金发展期，ADAS 校准未来需求旺盛 | 15 |
| 辅助驾驶功能规模化落地 | 15 |
| ADAS 校准需求旺盛，公司产品竞争力强 | 17 |
| TPMS 后装市场迎来放量期 | 18 |
| 前装 TPMS 更换+存量车型后装，后装 TPMS 市场迎来放量期 | 18 |
| 后装 TPMS 市场格局有望趋于寡头竞争，公司有望充分享受行业红利 | 20 |
| 盈利预测、估值与投资评级 | 20 |
| 盈利预测 | 20 |
| 估值评级 | 21 |
| 风险因素 | 22 |

表目录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1：公司股权激励目标 | 10 |
| 表 2：公司产品与原厂设备比较 | 12 |
| 表 3：公司产品与同类厂商设备比较 | 13 |
| 表 4：公司综合诊断产品软件部分与同类厂商对比 | 14 |
| 表 5：公司软件收入预测 | 17 |
| 表 6：各国胎压检测政策 | 18 |
| 表 7：全球 TPMS 后装市场规模预测 | 19 |
| 表 8：公司盈利预测 | 20 |
| 表 9：公司可比估值 | 21 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程 | 6 |
| 图 2：公司产品体系 | 6 |
| 图 3：分产品业务收入 | 6 |
| 图 4：公司营业收入及增速 | 7 |
| 图 5：公司归母净利润及增速 | 7 |
| 图 6：公司营业收入及增速(剥离无人机业务) | 7 |
| 图 7：公司归母净利润及增速(剥离无人机业务) | 7 |
| 图 8：公司按地区收入 | 8 |
| 图 9：公司按地区毛利率 | 8 |
| 图 10：公司三项费率及汇兑损益 | 8 |
| 图 11：公司毛利率与净利率(剥离无人机业务) | 8 |
| 图 12：公司研发投入及占比 | 9 |
| 图 13：公司在研项目 | 9 |
| 图 14：公司股权结构 | 9 |
| 图 15：全球汽车保有量及增速 | 10 |
| 图 16：欧盟汽车车龄分布(2017) | 10 |
| 图 17：美国汽车平均车龄 | 11 |
| 图 18：中国汽车平均车龄及预测 | 11 |
| 图 19：全球汽车诊断分析工具市场规模 | 11 |
| 图 20：2018 年全球汽车诊断分析工具各地区市场占比 | 11 |
| 图 21：中美汽车维修产业差异 | 12 |
| 图 22：2017 年美国汽车诊断产品满意度调查 | 14 |
| 图 23：公司第三代综合诊断产品 Ultra | 14 |
| 图 24：公司产品功能界面 | 15 |
| 图 25：故障分类细致 | 15 |
| 图 26：中国无人驾驶汽车规模 | 16 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 27: 全球无人驾驶渗透率..... | 16 |
| 图 32: 全球 TPMS 市场规模..... | 19 |
| 图 33: MS906TS 新一代诊断胎压综合解决方案..... | 20 |
| 图 34: TPS218 胎压传感器..... | 20 |
| 图 35: 实耐宝产品体系..... | 22 |
| 图 36: 实耐宝收入结构..... | 22 |
| 图 37: 实耐宝近十年市场表现、估值情况以及利润增速..... | 22 |

与市场不同的观点

市场担心未来随汽车电动化/智能化后，公司市场空间被压缩：汽车电动化与智能化后，汽车整体结构彻底改变，传统的机械结构（如内燃机等）被去除，相关维修需求将消失。但我们认为，智能汽车新增了各类传感器、电池组、电路结构等，相关部件是否正常运行将对汽车行驶起到决定性作用，维修需求大幅上升。公司 ADAS 校准、电池维修以及新一代汽车综合诊断产品均有对于电动智能车针对性的维修功能，相关产品需求旺盛。

市场认为公司硬件产品更新换代周期长，短期放量后业绩增长持续性不足：公司目前主要收入来源于硬件销售，目前凭借过硬的产品性能与高性价比，市场份额持续提升，业绩快速增长。但市场认为行业整体空间有限，短期快速扩张后，公司长期增长空间不足。公司目前收入结构中软件云服务占比极低（20 年占比为 11.2%），但海外同类厂商汽车智能诊断相关收入约 7 成来自软件付费。我们认为，公司前期采取购买首年软件升级免费，后续不强制升级策略，以快速扩张加大覆盖，截止 20 年底全球已售可追溯的存量终端超过 40 万台，付费升级率仅在 20%。目前：1) 公司正加大研发力度，智慧维修信息、汽修门店一体化管理、远程专家服务等软件增值产品预计陆续发布，软件付费升级率、单客户价值量有望快速提升；2) 公司第三代综合诊断、第二代 ADAS 校准等新终端需求旺盛，销量快速增长动力强劲，将进一步推动软件收入高速增长；3) 软件业务毛利率超过 95%，其收入快速增长，将带动公司利润率结构化提升。

市场认为汽修市场饱和，公司潜在成长空间有限：汽车保有量与平均车龄是决定汽车维修市场规模的两大关键指标，欧美地区作为成熟市场，其保有量与平均车龄仍呈稳步上升趋势。而亚太、东南亚、南美、中东等地区目前两大关键指标仍处于较低水平，未来增长空间极大。公司作为全球化布局的产品型厂商，多年来深度打磨自身产品，依托当地经销商拓展市场，目前产品已得到北美市场高度认可，欧洲市场相较北美市场较为分散，目前进度稍缓，但公司亦已在多个地区实现突破，而发展中地区整体汽修需求将随两大指标而快速增长，公司产品已在成熟市场得到验证，有望在发展中市场占据较多份额。

全球汽车后市场领先设备商，产品迭代不断

公司技术不断迭代，产品竞争力持续加强

公司成立于2004年，专注于汽车智能诊断、检测分析系统及汽车电子零部件的研发、生产、销售和服务，是全球领先的汽车智能诊断、检测和TPMS（胎压监测系统）产品及服务综合方案提供商之一。2005年公司发布第一款OBD读码卡，其后紧跟技术趋势，产品不断迭代，目前其主要业务汽车综合诊断产品已发布第三代产品（2020年6月），功能集成度大幅提升。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，信达证券研发中心

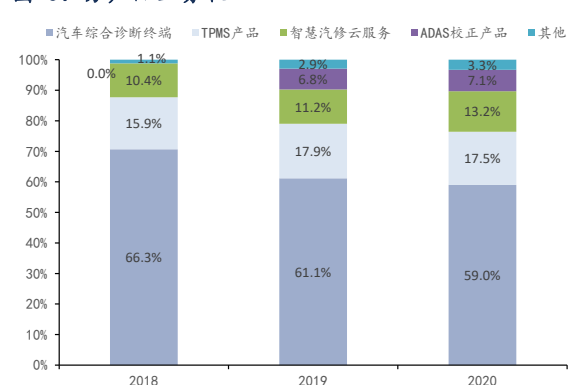
ADAS 校准与智能汽修云服务成为主要增量。公司在全球汽车智能诊断、检测领域深耕十多年，通过紧密跟踪汽车发展趋势和持续进行产品创新，目前已构建了包括汽车综合诊断产品、针对汽车胎压监测系统的 TPMS 系列和针对汽车智能辅助驾驶系统的 ADAS 系列在内的三大产品线，同时基于多年积累的诊断维修数据与案例，开始提供一体化的智能维修云服务。其中 ADAS 校准与智慧汽修云服务增长快速。我们认为，目前公司传统汽车诊断业务与胎压诊断业务凭借技术迭代有望保持平稳增长，而 ADAS 校准在汽车辅助驾驶功能不断渗透趋势下预计将高速增长，而智能维修云服务坐拥公司海量终端产品存量与新增客户增长潜力巨大。

图 2：公司产品体系

| 一级分类 | 二级分类 |
|-----------|---------------------------------------|
| 汽车综合诊断产品 | 简易诊断仪——读码卡 |
| | 汽车智能诊断电脑 商用车智能综合诊断电脑 |
| TPMS 产品 | TPMS 系统诊断匹配工具 TPMS Sensor（胎压传感器） |
| | ADAS |
| 其他 | ADAS 智能检测标定工具 工业视频内窥镜、汽车诊断特殊功能检测仪等 |
| 汽车智能维修云服务 | 汽车智能维修云服务 |

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 3：分产品业务收入

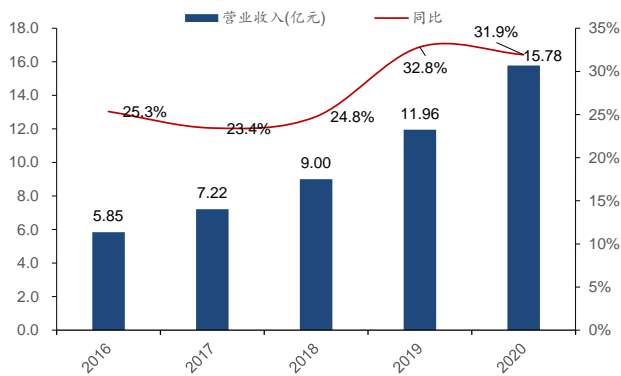


资料来源：Wind，信达证券研发中心

全球化布局，业绩持续快速增长

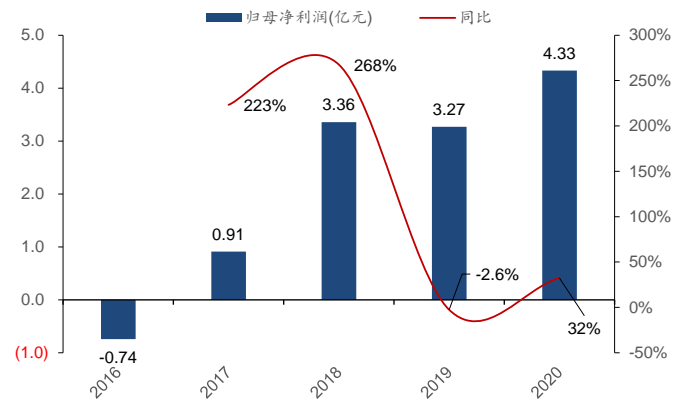
剥离不良资产，核心产品业绩持续增长。公司17年8月将无人机业务进行剥离，自此集中力量从事汽车维修相关业务，公司因无人机业务在16-17年分别损失2.15亿元与1.16亿元（2018年无人机业务剥离对公司净利润影响主要是公司剥离无人机形成的投资亏损部分于2018年抵扣或确认递延所得税资产，减少了所得税费用）。若处于无人机业务影响，公司16-20年收入增速基本保持在30%以上。19年由于销售费用增长以及汇兑收益减少导致净利润增速下滑，20年净利润增长32.4%。我们认为，不考虑无人机业务以及汇兑收益等影响，公司核心业务长期保持快速增长，业绩可持续性较强。

图 4：公司营业收入及增速



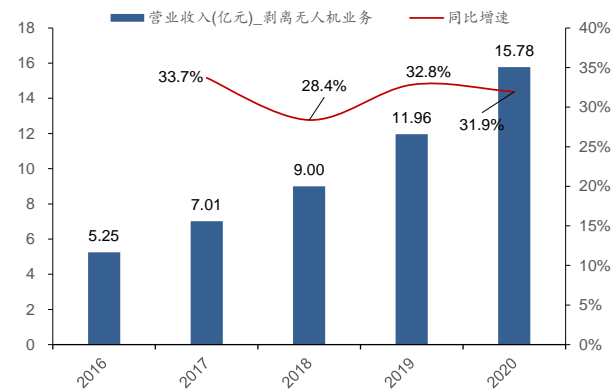
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司归母净利润及增速



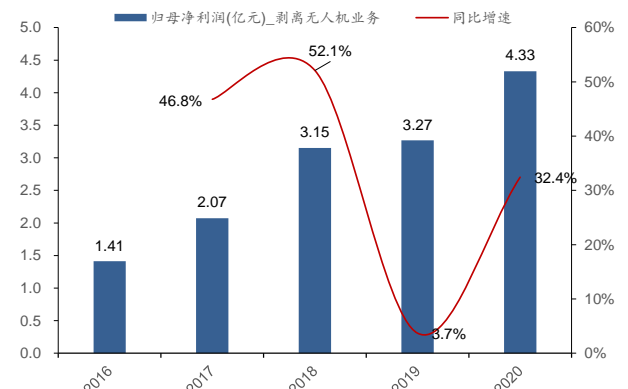
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司营业收入及增速(剥离无人机业务)



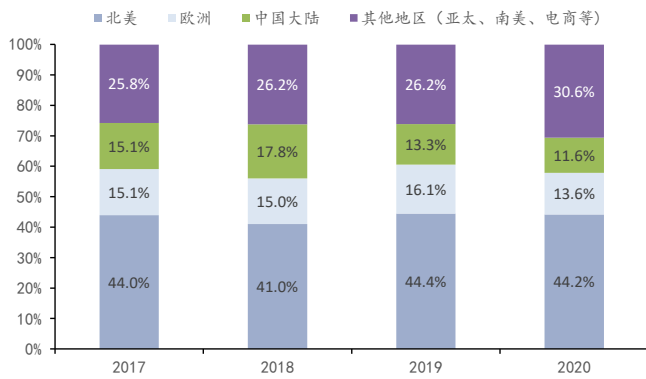
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 7：公司归母净利润及增速(剥离无人机业务)

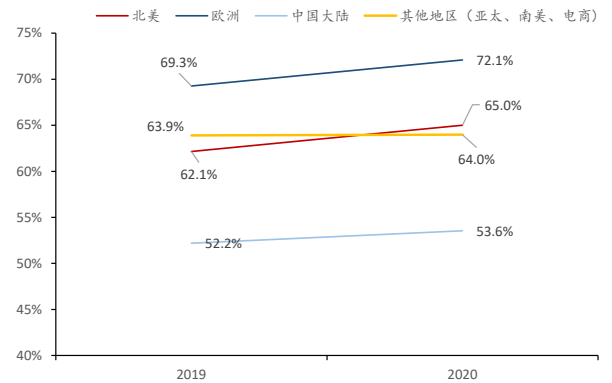


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

全球化布局，业务覆盖包括欧美在内的70多个国家或地区。经过多年发展与布局，公司已在全球主要销售区域设立了销售子公司，销售网络已覆盖北美、欧洲、中国、亚太、南美、IMEA（印度、中东、非洲）等全球70多个国家或地区。其中，北美最成熟，有70多人团队，诊断、TPMS、ADAS、软件升级产品结构完善，20年同比增长31.3%。欧洲人员相对北美较少，业务结构与北美相同，产品线完善，市场分散程度高于北美，故拓展仍需时间。大陆，仅综合诊断产品，TPMS、ADAS短期因政策完善度等问题需求暂未打开，软件升级为免费，后续维修服务或可开始收费。南美、亚太，业务结构与大陆类似，但可接受付费升级。20年南美、亚太及电商渠道同比增长57.2%。由于除大陆外，其余地区均接受软件付费升级，且无明显价格竞争，毛利率较高。我们认为，北美地区市场最为成熟，ADAS校正相关法规完善，软件付费习惯良好，看好公司产品竞争力不断提升，北美业务持续快速增长。电商渠道方面，受疫情影响，未来一定时间内线上尤其跨境电商渠道有望成为主要增长动力。

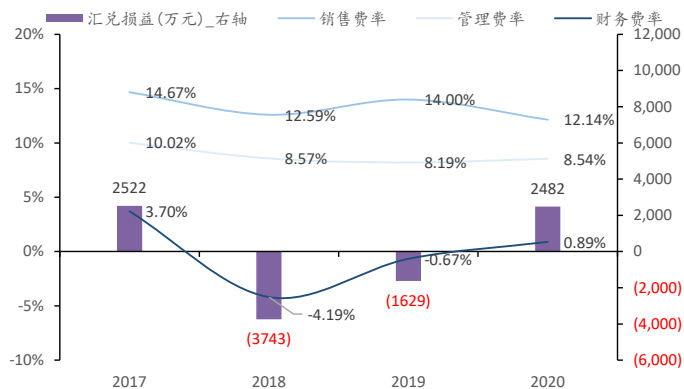
图 8：公司按地区收入


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

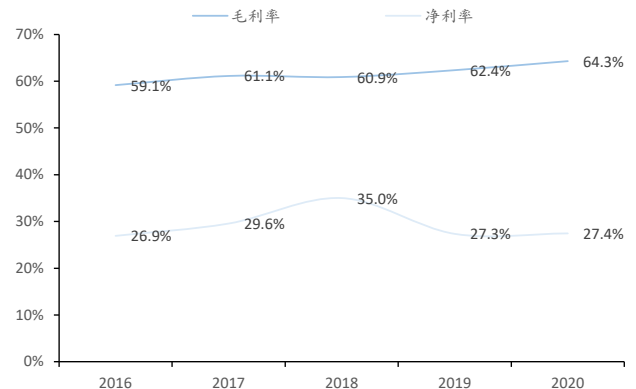
图 9：公司按地区毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

汇兑损益影响逐渐减小，毛利率稳步提升。公司毛利率历年来在其技术升级以及高毛利软件业务占比提升趋势下，呈稳步上升态势。由于公司大部分业务在海外，汇兑损益对公司利润影响较大，2018 年公司汇兑收益接近 4000 万，对当期利润影响超过 10%。公司逐渐加强对外币套期保值管理，20 年汇兑损益近 2500 万元，通过购买外汇远期交易产品以降低汇率风险，共产生交易收益超 3000 万元。**我们认为，随着公司不断发展，收入规模持续扩大，相关外币管理将更加成熟，减少汇率变动对公司利润影响。**

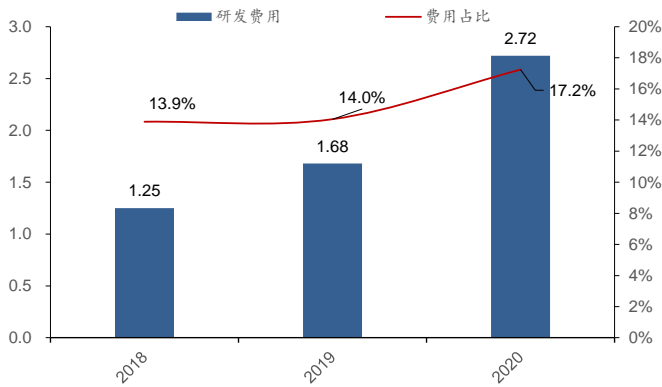
图 10：公司三项费率及汇兑损益


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：公司毛利率与净利率（剥离无人机业务）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

研发投入持续加大，靶向未来主要增长动力源。20 年研发费用为 2.72 亿元，占收入比重达 17.2%，同比上升 3.2pct。截止 20 年底，公司累计申请境内外专利和软件著作权共计 1,135 件，其中发明新型专利 406 项、软件著作权 95 项。目前在研的项目包括面向未来智能化、远程化、一体化汽车维修的新一代云平台；提升 ADAS 校准效率的四轮定位仪；以及面向广阔 ADAS 系统后装市场的技术研发，截止报告期末，公司已完成部分 ADAS 系统功能设计，可在实验室环境实现。**我们认为，公司重视研发，且技术路径明确，未来云服务与 ADAS 相关业务系列有望持续快速发展。**

图 12: 公司研发投入及占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

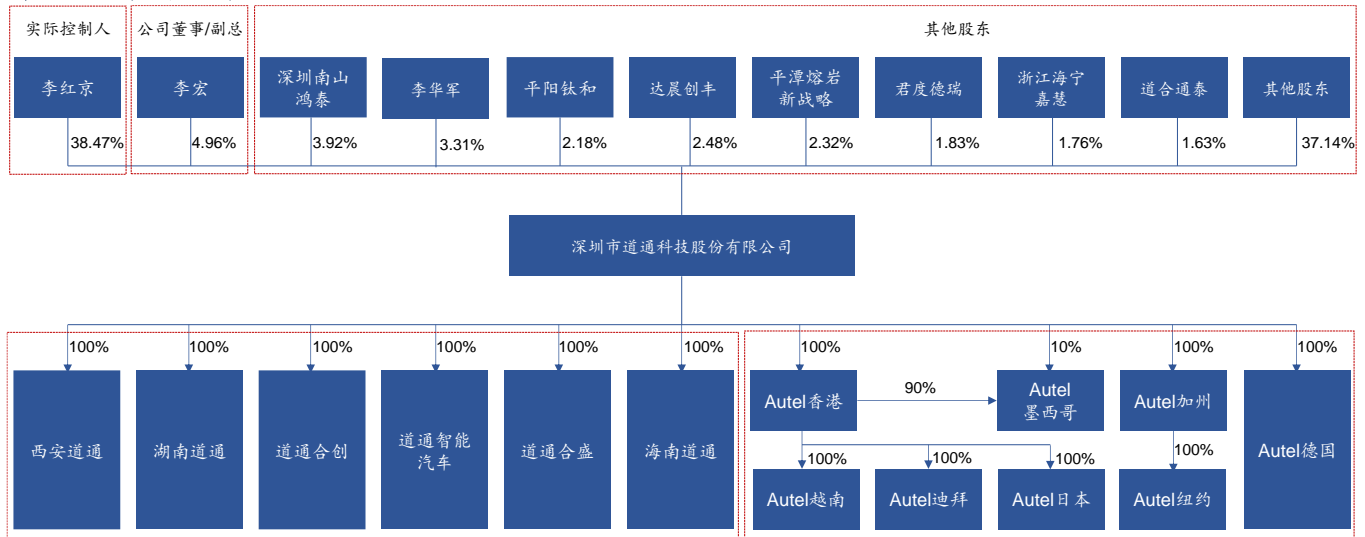
图 13: 公司在研项目

| 项目 | 预计总投入(万元) | 拟达到目标 |
|--------------------------|-----------|--|
| 新一代云平台 | 9391 | 1、整合汽车诊断、维修资料、案例等数据, 形成以汽车维修技术服务为核心的平台化业务; 2、实现远程专家远程诊断; 3、通过大数据、人工智能技术, 制定量身维修方案, 提高维修效率。 |
| 新一代四轮定位仪: 四轮定位仪及其与ADAS结合 | 1562.5 | 1、通过车辆检测, 指导用户对车轮参数进行调整。 2、提供快速的四轮参数调整和 ADAS 传感器标定。 |
| ADAS系统项目 | 15000 | 实现ADAS功能后装 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

股权激励彰显业绩信心

实控人持股比例高, 控制权稳定。公司实际控制人为李红京, 持股 38.47%, 实控人持股比例较为集中, 公司控制权较为稳定。旗下拥有境内 6 家全资子公司及海外 8 家全资子公司, 业务全球布局, 各子公司分工明确。其中, 境内公司主要负责汽车智能诊断、胎压检测及 ADAS 智能检测等产品的研发、生产和销售; 海外 Autel 香港及 Autel 加州为投资平台, Autel 越南为汽车智能诊断、检测产品越南生产基地, Autel 迪拜、Autel 日本、Autel 墨西哥、Autel 纽约及 Autel 德国分别负责公司产品在中东、亚太、南美、北美及欧洲地区的市场推广和销售。

图 14: 公司股权结构


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司 20 年 8 月推出股权激励计划, 拟授予的限制性股票数量 1258 万股, 占股本总额的 2.80%。从公司层面, 业绩目标为: 以 19 年为基数, 20-23 年收入或毛利增速不低于 50%/125%/238%/406%(目标 A), 不低于 30%/69%/120%/186%(目标 B)。仅完成 B 目标激励股票则只解锁 50%。从个人层面, 公司划分了从 A-D 共 5 个业绩考评等级 (B 分为 B+与 B), 其中考评为 A 则 100%授予、B+则 70%授予, 低于 B+则不能授予。我们认为, 公司股权激励规模大、目标设置合理, 同时针对个人业绩考评亦更能激发员工能动性。

表 1：公司股权激励目标

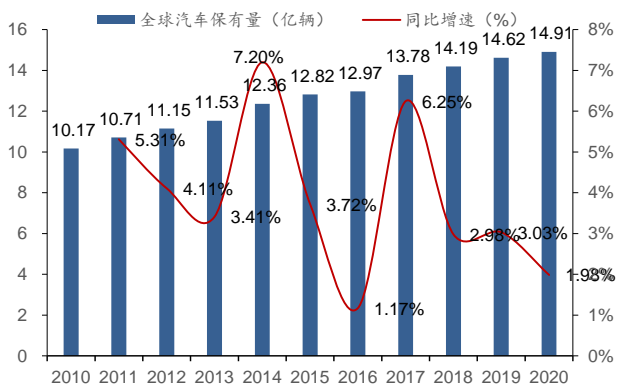
| 业绩考核目标 A，公司层面归属比例 100% | | | | | |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 增速 50% | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 11.96 | 15.78 | 26.91 | 40.42 | 60.51 |
| 增速 | | 32.4% | 70.5% | 50.2% | 49.7% |
| 毛利 | 7.46 | 10.15 | 16.78 | 25.20 | 37.73 |
| 增速 | | 36.1% | 65.4% | 50.2% | 49.7% |
| 业绩考核目标 B，公司层面归属比例 50% | | | | | |
| 增速 30% | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 11.96 | 15.78 | 20.21 | 26.31 | 34.20 |
| 增速 | | 32.4% | 28.1% | 30.2% | 30.0% |
| 毛利 | 7.46 | 10.15 | 12.60 | 16.41 | 21.33 |
| 增速 | | 36.1% | 24.2% | 30.2% | 30.0% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

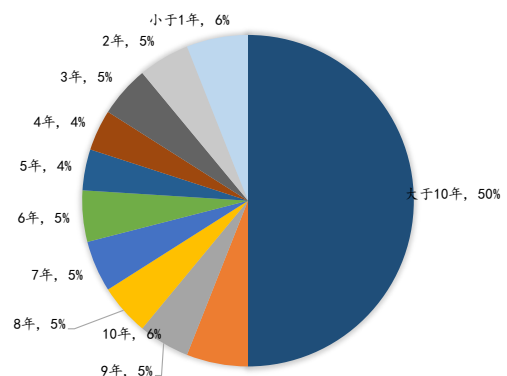
汽车后市场有长期增长动力，公司软件收入弹性巨大

全球汽车保有量与平均车龄呈长期提升态势

全球汽车保有量稳步提升，成熟市场车龄半数大于 10 年。汽车维修需求与汽车保有量以及平均车辆使用年限直接相关。截止 2020 年底，全球汽车保有量接近 15 亿量，相比 10 年增加近 5 亿量，平均每年车龄方面，尤其欧美成熟市场汽车车龄半数大于 10 年，维修、保养等需求更高。

图 15：全球汽车保有量及增速


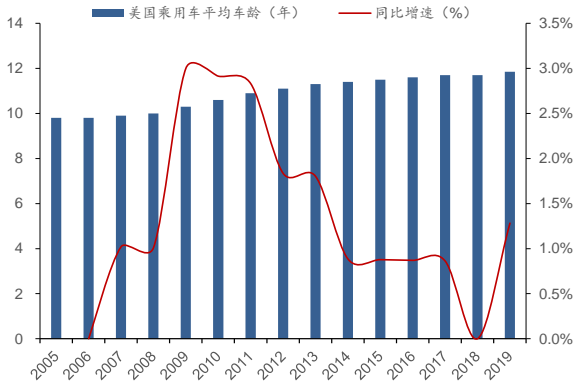
资料来源：国际汽车制造协会，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 16：欧盟汽车车龄分布(2017)


资料来源：欧洲汽车工业协会，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

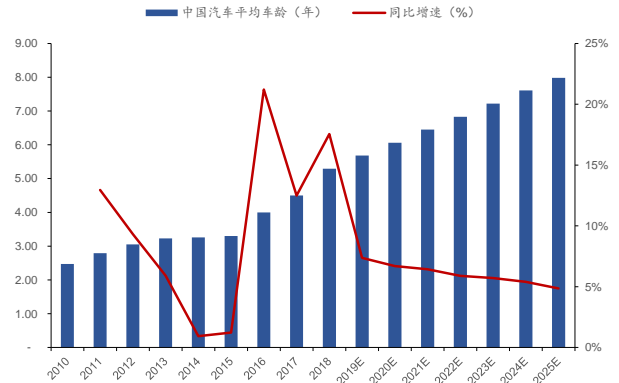
发展中地区平均车龄或将快速提升。全球汽车平均保费年份约在 15 年左右，成熟市场汽车平均使用年龄到达一定年限后将增速将逐渐下降，但仍将呈持续上升态势。据 IHS 统计，美国 2005 年平均车龄为 9.8 年，截止 2019 年平均车龄为 11.8 年，符合增速为 1.36%。在发展中国家或地区，汽车平均使用年龄处于较低位置，未来有望快速提升，根据《2019 中国汽车后市场维保行业白皮书》统计，2018 年我国汽车平均车龄为 5.29 年，到 2025 年预计将达 8 年。我们认为，汽车保有量、平均车龄与汽车后市场需求是直接正相关。欧美等成熟市场两项指标均处于较高位置并持续增长，未来相关公司业绩增长主要动力将来自于汽车技术迭代带来的竞争格局改变。而中国大陆、亚太其他地区、南美等发展中地区汽车后市场整体正处于快速发展阶段，两项指标的快速提升必然带来汽车维修保养需求逐渐旺盛。

图 17：美国汽车平均车龄



资料来源：IHS，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 18：中国汽车平均车龄及预测

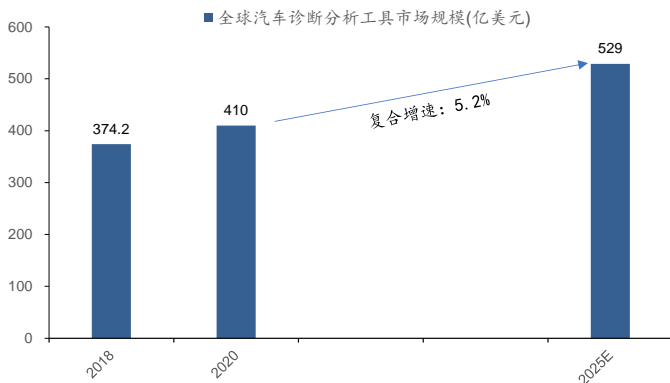


资料来源：《2019 中国汽车后市场维保行业白皮书》前瞻产业研究院，信达证券研发中心

市场规模稳步增长，公司产品性价比高

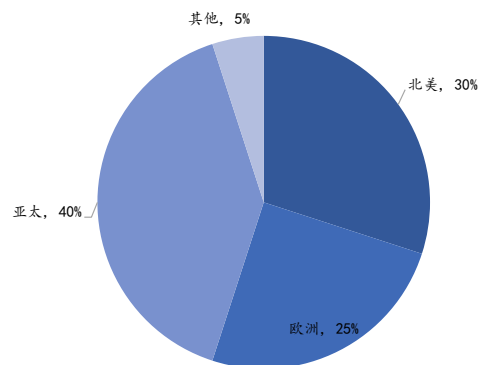
2025 年汽车诊断分析工具市场有望达 529 亿美元。根据 Market research 统计，2020 年全球汽车诊断分析工具市场规模达 410 亿美元，未来 5 年将持续增长，到 2025 年预计达到 529 亿美元，20-25 年复合增速为 5.2%。从地区来看，欧美成熟市场合计占据约 55% 份额，而人口数量在欧洲加北美两倍的亚太地区占据市场份额约 40%。我们认为，欧美日韩等发达地区市场将随汽车保有量与车龄稳步提升，但中国大陆、东亚、南美地区经济发展快速，人口规模庞大，汽车诊断工具市场增速或超相关机构预期。

图 19：全球汽车诊断分析工具市场规模



资料来源：Market research，信达证券研发中心

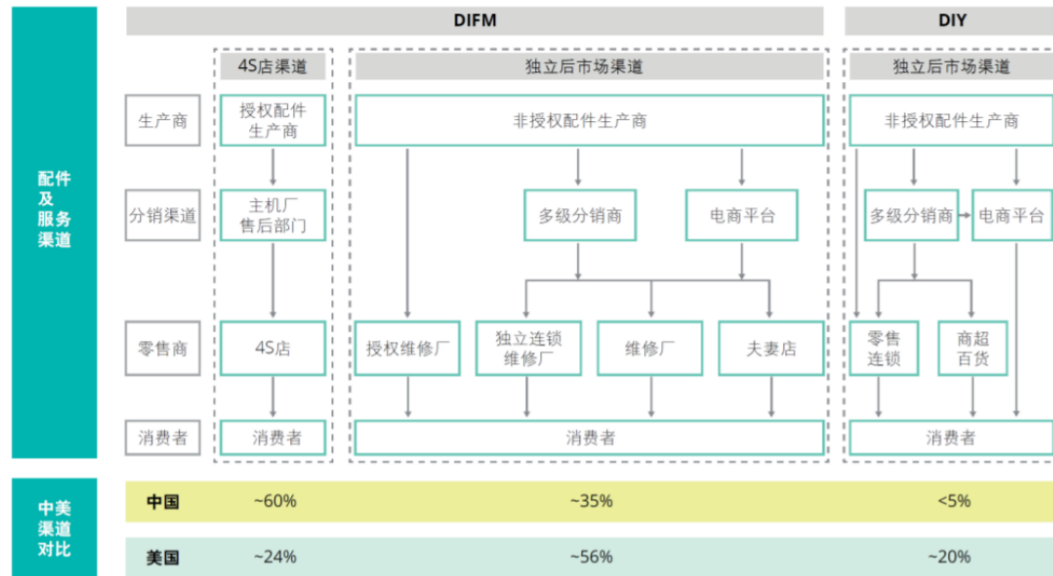
图 20：2018 年全球汽车诊断分析工具各地区市场占比



资料来源：Market research，信达证券研发中心

公司产品面向第三方独立汽修厂与DIY，各地区结构有差异。汽车维修可以选择到整车厂商独家的4S店，而4S店中使用的维修工具均为原厂设备。公司产品客户主要为独立汽修厂或者售卖给个人使用者。各地区来看，欧美等成熟市场独立第三方汽修厂与DIY占据绝大部分市场份额，而中国大陆等地，汽车维修则主要在4S店开展。2015年交通部发布《关于促进汽车维修业转型升级、提高服务质量的指导意见》，2017年我国商务部发布《汽车销售管理办法》，均针对4S店“一流设施、二流销售、三流服务”状况提出诊断性意见。我们认为，汽车销售及其相关产品/服务在我国不断市场化大势所趋，我国及其他发展中地区未来汽修市场有望向发达地区看齐，公司产品市场空间不断扩大。

图 21：中美汽车维修产业差异



资料来源：车家号，德勤，信达证券研发中心

与原厂设备相比，公司产品在价格、泛用性上优势巨大。从最直观的价格上，原厂汽车诊断分析产品价格昂贵，且多数为强制付费。此外，原厂汽车诊断设备仅能维修该品牌车型，泛用性极低，除对应品牌4S店外，第三方厂商从性价比考虑不会购买原厂产品。

表 2：公司产品与原厂设备比较

| 项目 | 硬件名称 | 软件名称 | 北美零售价格(人民币) | 软件每年续费价格 |
|---------------|-------------|------------|-------------|--------------|
| 公司(通用型) | | Elite | 2.7-2.9 万元 | 约 0.92 万元 |
| | | MS908SP | 2.6-2.8 万元 | 约 0.93 万元 |
| | | MS908S | 1.4-1.9 万元 | 约 0.6 万元 |
| | | MS906TS | 1.0-1.3 万元 | 约 0.5 万元 |
| Ford/福特 | VCMM | IDS | 约 4.4 万元 | 约 0.6 万元 |
| Chrysler/克莱斯勒 | MICROPOD2 | Witech2.0 | 约 1.3 万元 | 强制续费约 2.4 万元 |
| BMW/宝马 | Icom | ISTA | 约 4.7 万元 | 强制续费约 1.8 万元 |
| Hyundai/现代 | KIDS Mobile | KDS (三星平板) | 约 7.0 万元 | 约 2.1 万元 |
| Volvo/沃尔沃 | DiCE | VIDA | 约 2.0 万元 | 强制续费约 4.7 万元 |

| | | | | |
|---------|----|--------|-----------|----------|
| Benz/奔驰 | O6 | Xentry | 约 17.2 万元 | 约 2.7 万元 |
|---------|----|--------|-----------|----------|

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

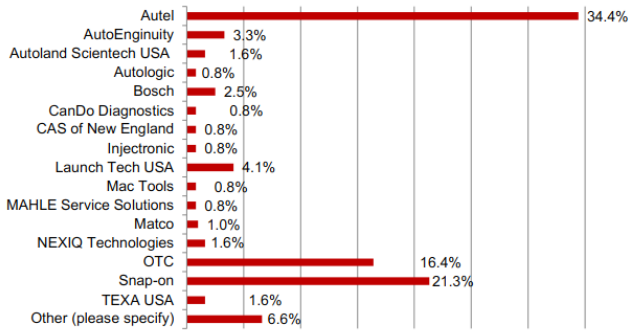
与同类厂商相比，公司产品覆盖车型与功能全面，且价格较国际厂商低廉。公司第二代汽车综合诊断平板 Elite 与同时期产品比较，在续航、屏幕分辨率、启动时间、覆盖车系等方面均有较大优势。其中覆盖车型是下游维修厂客户选用产品的核心关键，公司全球化布局，在车型覆盖上保持不断更新。价格来看，因技术性能优势，相比国内友商元征科技较高，而与海外厂商差距较大。20 年公司发布第三代产品，集成度与功能均大幅度提升，其中高端型号 Ultra 北美零售价为 6000 美元，定价已进入国际厂商价格区间，彰显公司对自身技术与产品力信心。

表 3：公司产品与同类厂商设备比较

| 比较项目 | 道通科技 | 实耐宝 | 博世 | OTC | 元征科技 | AutoLand |
|--------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 产品定位 | 中高端型号 | | | | | |
| 对标型号 | MaxiSys Elite | Zeus | ADS625 | Evolve | PAD III | iScan3 |
| 终端市场售价（美元） | 3,900-4,200 | 9,000-10,000 | 4,800-5,300 | 4,200-4,700 | 2,200-2,700 | 4,000-4,500 |
| 硬件：影响产品使用速度和方式，协议标准影响兼容性 | | | | | | |
| 屏幕分辨率 | 2048*1536 | 1280*800 | 1280*800 | 1280*800 | 1920*1200 | 未知 |
| VCI 通信接口 | 蓝牙（6 秒连接）、USB | WIFI、USB | WIFI、USB | WIFI、USB | 蓝牙、USB | USB、Cable 线 |
| SAE J2534 协议标准 | ● | ● | ● | — | — | ● |
| RP1210 协议标准：重卡 | ● | — | — | — | — | — |
| 续航 | 8 小时 | 5 小时 | 4 小时 | 4 小时 | 8 小时 | 4 小时 |
| 前后双摄像头：数字化识别管理 | 双 | 单 | 双 | 双 | 双 | / |
| 启动时间 | 20 秒 | 105 秒 | 45 秒 | 45 秒 | 23 秒 | 52 秒 |
| 软件和车系覆盖 | | | | | | |
| 美洲车系 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 欧洲车系 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 亚洲车系 | ●（包括东南亚） | ● | ● | ● | — | ● |
| 中国车系 | ● | — | — | — | ● | ● |
| 支持年份 | 至 2020 | 至 2018 | 至 2019 | 至 2019 | 至 2019 | 至 2019 |
| ECU 编码 | ● | 有限支持 | 有限支持 | 有限支持 | 有限支持 | 有限支持 |
| 附件支持 | | | | | | |
| 示波器、万用表 | ● | ● | — | — | ● | — |
| 内窥镜 | ● | — | — | — | ● | — |

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

产品认可度高，看好技术迭代推动销量提升。2020 年新冠疫情，公司积极拥抱数字化，在北美市场率先启动远程培训、线上产品展示、短视频维修案例等系列营销活动，在 4-5 月受新冠疫情短暂影响后，北美市场得以快速恢复，月度销售收入屡创历史新高，第三代汽车智能诊断维修系统 MaxiSys Ultra 产品出现供不应求局面。在国内市场，公司紧抓直播契机，首开行业直播带货的数字营销先河。我们认为，公司产品在欧美市场品牌已逐步建立，终端硬件在性能、覆盖车型等方面与海外巨头已处于同一水平线，且价格优势显著，看好未来销量不断提升。发展中地区方面，未来市场整体有望快速发展，而公司产品在欧美成熟市场认可度高，竞争力强劲。

图 22：2017 年美国汽车诊断产品满意度调查


资料来源：PTEN, 信达证券研发中心

图 23：公司第三代综合诊断产品 Ultra


资料来源：公司官网, 信达证券研发中心

我们预计，公司 2021-2023 年，新产品带动下，汽车诊断电脑与读码卡销量快速提升，销售均价随着第三代产品占比逐步提升，有望逐步上行，公司 21-23 年汽车诊断销售收入分别为 11.91/15.17/19.26 亿元，同比增速 27.9%/27.4%/27.0%。

高弹性软件收入有望高速增长

公司综合诊断业务与海外巨头主要差距在于软件。海外巨头基于建立的庞大维修信息数据库，专家远程服务能够给到下游客户的增值显著，加之多年来品牌与客户群沉淀，每年软件收费远高于硬件销售收入。而公司产品付费率较低，主要是因为维修信息、汽修厂 ERP 等相关增值服务方面尚未形成成熟产品，目前战略仍主要以扩大终端覆盖度为主，在终端电脑销售后的 1 年内软件免费进行更新，后续不付费则停止更新，同时每次更新即到最新版本。

表 4：公司综合诊断产品软件部分与同类厂商对比

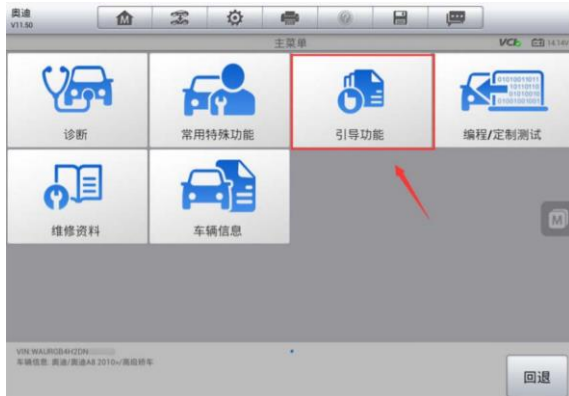
| 比较项目 | 道通科技 | 实耐宝 | 博世 | OTC | 元征科技 | AutoLand |
|-------------|-----------------|--------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 对标型号 | MaxiSys Elite | Zeus | ADS625 | Evolve | PAD III | iScan3 |
| 终端市场售价 (美元) | 3,900-4,200 | 9,000-10,000 | 4,800-5,300 | 4,200-4,700 | 2,200-2,700 | 4,000-4,500 |
| 升级频率 | 每周 | 2 次/年 | 6 次/年 | 4 次/年 | 每周 | 每周 |
| 升级费用 | 免费期后约 \$1,300/年 | 约 \$1,300/年 | 后约 \$1,300/年、\$1,200/年 | 约 \$700/年 | 约 \$700/年 | 订阅附赠 |
| 维修信息服务和支持 | | | | | | |
| 现场专家支持 (美国) | — | ● | ● | ● | — | — |
| 维修资料 | ● (部分) | ● | ● | ● | ● (部分) | ● |
| 电话售后服务 | ● | ● | ● | ● | ● | — |
| 彩色电路图 | — | ● | ● | ● | — | — |
| 产品特性 | | | | | | |
| 检测计划 | ● (宝马、路虎、捷豹) | — | — | — | — | — |
| ADAS | ● | — | — | — | — | — |
| 维修保养 | ● & 支持一键规零 | ● | ● | ● | ● & 支持一键规零 | ● |

| | | | | | | |
|---------|-------|-----|---|---|---|---|
| 远程诊断 | ● | — | — | — | ● | — |
| AutoVIN | ●&仅5秒 | ●有限 | ● | ● | ● | ● |

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

全新 APP 有望在 21 年发布，助力软件收入提升。公司目前维修信息、门店 ERP 等增值软件产品正处于研发与小范围试用阶段。2021 年 3 月 22 日，公司在自有交流论坛中向下游客户发布了测试邀请，提到“即将发布全新的 APP”。我们认为，结合目前公司在研项目中的“新一代云平台”，看好公司通过技术升级与功能拓展，以高附加值的新软件产品来引导客户自发的进行软件付费，同时持续保持研发投入，形成“技术迭代、体验升级、付费增加”的正循环，软件收入向国际厂商看齐。

图 24：公司产品功能界面



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 25：故障分类细致



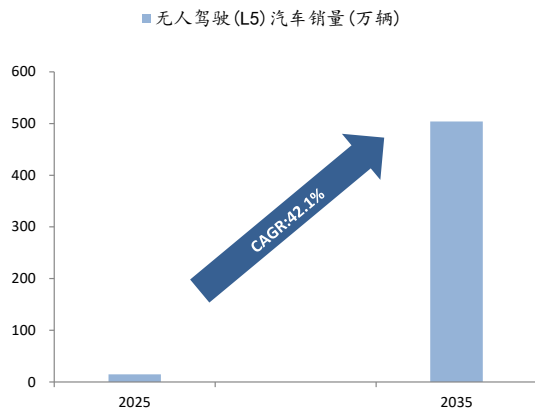
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

我们认为，公司未来软件升级服务收入增长动力主要来自：1. 维修信息、门店 ERP 等增值服务带动付费率提升；2. 在线升级方式比例提升；3. 终端销量持续增长。预计 21-23 年公司软件升级服务收入分别为 3.15/4.76/7.15 亿元，复合增速超过 50%。

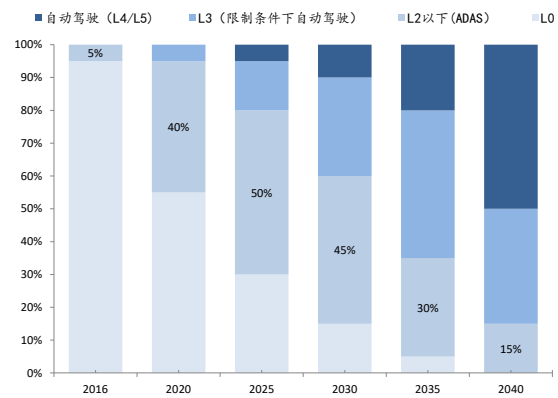
汽车智能化进入黄金发展期，ADAS 校准未来需求旺盛

辅助驾驶功能规模化落地

从中长期看，汽车智能化大势所趋。根据中国汽车工业协会预测，2025 年，全球自动驾驶（含 L1-L5）市场渗透率将达到 70%，2035 年将达到 95%，其中 L4/L5 高级别自动驾驶渗透率将达到 20%；到 2040 年，市场中将不再有纯人工驾驶汽车，其中 L4/L5 高级别自动驾驶渗透率将达到 50%。同时，根据前瞻产业研究院预测，到 2035 年全球无人驾驶汽车销量将达到 2100 万辆左右，中国市场份额约为 24%，即 504 万辆，市场空间巨大。

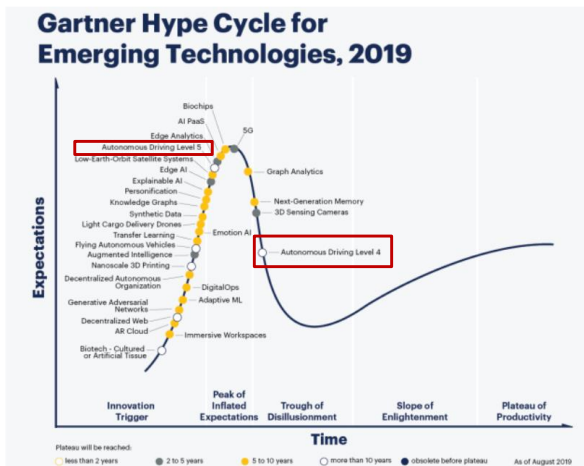
图 26: 中国无人驾驶汽车规模


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 27: 全球无人驾驶渗透率


资料来源: HIS, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

L2.5 级别功能进入落地期。根据 Gartner 技术成熟度曲线, 目前 L4-5 级别自动驾驶分别处于泡沫幻灭期以及泡沫巅峰期, 真正实现产业规模化仍需要超过 10 年时间。L4 及以上的高级别自动驾驶基本可以认为是计算机全面接管汽车行驶 (L5 相比 L4 不再有路段限制), 落地的主要难点在于大量特殊的长尾问题计算机无法解决。而 L3 及以下级别自动驾驶均需要驾驶员时刻参与。截至目前, 已有车企宣称实现 L3 功能, 并发布相关车型, 从实际功能上看, 除广汽新能源 Aion LX 最高限速达到 120km/h 外, 其余车型均为低速场景应用。我们认为, 从实际量产角度, 在特定简单路段初步具备计算机接管能力的车型总体出在 L2-L3 过渡阶段, 但“L2.5”功能已经能够在低速、停车、有隔离带的单车道等场景为用户带来舒适驾驶体验, 相关功能的新车搭载率有望快速提升。

图 28: Gartner 技术成熟度曲线


资料来源: Gartner, 信达证券研发中心

图 29: 部分宣称实现 L3 功能车型

| 品牌 | 奥迪 | 广汽新能源 | 长安 | 小鹏 |
|---------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------|
| 车型 | A8 | Aion LX | UNI-T | P7 |
| L3 场景 | 速度 <60km/h 路段 有隔离带的 拥堵路段 | <120km/h 高精度地图 覆盖路段 | <40km/h 有隔离带的 拥堵路段 | 未公布 高/低速, 泊车 |
| 激光雷达 | 配置 | - | - | - |
| 前/环视摄像头 | 配置 | 配置 | 配置 | 配置 |
| 毫米波雷达 | 配置 | 配置 | 配置 | 配置 |
| 超声波雷达 | 配置 | 配置 | 配置 | 配置 |
| 高精度地图 | - | 配置 | 配置 | 配置 |

资料来源: 第一电动, 智电汽车, 信达证券研发中心

21 年或为 L3 技术突破之年。目前市面上的车型多数为 L1-2 级别的场景应用, 即 ADAS。虽然部分车厂亦宣称 20-21 年实现 L4 级别自动驾驶, 但并未明确提出规模化量产, 且基本处于在特定场景 (如共享出行等) 进行探索的阶段。我们认为, 21 年或为 L3 级别自动驾驶技术实现突破之年, 从各车厂研发进度来看, 最乐观估计年内有望出现真正实现全路段、全速域脱手、脱脚行驶的 L3 量产车型。

表 5：公司软件收入预测

| 企业名称 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------|------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------|------|------|
| 通用 | L4, 计划先实现在共享领域的应用, 2025年探索在私家车领域应用 | | | | | |
| 福特 | L1 | L4, 先探索在共享出行领域的应用, 其后在私家车领域实现应用 | | | | |
| 大众 | L2 | L4, 并在2021年将投放不安装方向盘/踏板的自动驾驶 | | | | |
| 戴姆斯 | L3 | L4 | L5, 预计在移动出行业务的机器人出租车领域利用 | | | |
| 宝马 | L2 | L4 | L5在特定运行区域内启动, 计划在移动出行方面充分利用 | | | |
| 丰田 | L3, 2020年实现高速公路上的自动驾驶实际应用 | | | L4, 2025年实现一般道路上的自动驾驶应用 | | |
| 上汽 | L4, 2020年实现有条件的自动驾驶 | | | L5, 2025年机刷实现完全自动驾驶车辆的应用 | | |
| 长安 | L4, 2020年实现有条件的自动驾驶 | | | L5, 2025年机刷实现完全自动驾驶车辆的应用 | | |
| 北汽 | L3 | L4 | L5, 2025年机刷实现完全自动驾驶车辆的应用 | | | |
| 吉利 | L2 | L4, 2021年实现有条件的自动驾驶 | | L5, 2025年机刷实现完全自动驾驶车辆的应用 | | |
| 蔚来 | L3 | 计划L4级产品交付 | | | | |
| 理想 | L2 | L4 | | | | |
| 小鹏 | L3, 小鹏P7上市 | | L4 | | | |

资料来源：信达证券研发中心

ADAS 校准需求旺盛，公司产品竞争力强

ADAS 校准全球千亿级市场空间。全球约 100 万家汽修厂，假设平均每家汽修厂 ADAS 产品需求为 2 台，按照均价 6 万元人民币计算，全球 ADAS 校准设备总市场空间为 1200 亿元。从市场释放进度来看，目前欧美发达地区对带有 ADAS 功能汽车上路有严格法规要求，ADAS 校准设备是刚需。全美目前 25-30 万家汽车独立维修店，经过多年行业整合，基本为吞吐量较大的大型连锁维修厂，随着 L2 级别汽车放量，短期内保守估计每家门店对于 ADAS 校准设备平均需求量在 0.5 台左右，近期仅美国市场 ADAS 产品需求就在 15 万台，而欧洲市场规模与美国相近，综合起来欧美市场短期内 ADAS 校准设备需求量在 30 万台左右，对应市场空间接近 180 亿。我们认为，后续随汽车智能化不断演进，美国是普遍较大型的汽修厂，单个维修厂对 ADAS 校准设备需求量仍有较大提升空间。

公司产品不断迭代，重视客户体验。2020 年 11 月，公司第二代 ADAS 校准设备 MaxiSys ADAS MA600 高级驾驶辅助标定系统发布，可折叠，覆盖市面 95% 车型，集成欧美、日本、国产等车系的原厂参数，ACC/AVM/BSD/HUD 等系统标定功能齐全，采用激光定位，校准时间最快仅需 2 分钟。相比 MaxiSys ADAS，在效率、精度、便携度等均有大幅提升外。而与同类竞品相比，公司产品主要优势除价格外，公司在图文提示、特定车型校准引导等方面更加重视客户体验，极大降低了客户学习成本。我们认为，公司产品在不断研发投入下将保持快速升级，同时以客户为中心，有望不断形成客户“口碑、规模、粘性”的网络效应。

图 30：MaxiSys ADAS MA600 第二代校准设备


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 31：公司第一代 ADAS 产品与同类竞品对比

| 产品特点描述 | 公司 | Bosch | Gutmann | Texa |
|-------------|---|---|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 型号 | MaxiSys ADAS + ADAS 一代标定主架 | DCU 220 ESI (TRONIC) 2.0& KTS 560 + DAS1000 | Mega macs + CSC-TOOL | AXONE Nemo&NAVIGATOR TXTs + S12613 |
| 市场售价- | 约 EUR 3,700 + 约 EUR 7,000 | 约英镑 4,400&2,300 + 约 EUR 9,000 | 约 EUR 2,500 + 约 EUR 6,800 | 约 4,500&2,500 + 约 EUR 8,000 |
| 诊断工具 | | | | |
| 车型覆盖面 | 国际车品牌：支持欧、美、日、韩等主流 48 个车系品牌；合资品牌：支持合资品牌 17 个车系。 | 国际车品牌：支持欧、美、日、韩等主流 30 个车系品牌；合资品牌：不支持 | 国际车品牌：支持欧、美、日、韩等主流 31 个车系品牌；合资品牌：不支持 | 国际车品牌：支持欧、美、日、韩等主流 32 个车系品牌；合资品牌：不支持 |
| 引导方式 | √ | / | / | / |
| 图文提示 | √ | / | / | √ |
| 标定工具 | | | | |

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

我们认为，未来公司 ADAS 校准产品增长主要受益于：1. 行业方面，汽车智能化程度快速提升，低级别自动驾驶功能规模化渗透；2. 公司第二代产品在性能、便携度等维度全面升级，以客户为中心，产品竞争力强劲，有望抢占市场份额；3. 与福耀玻璃等合作，技术与渠道资源发挥“1+1>2”效应。预计 21-23 年，公司 ADAS 校准产品收入分别为 1.56/2.16/2.97 亿元，同比增长 39.8%/38.5%/37.5%。

TPMS 后装市场迎来放量期

前装 TPMS 更换+存量车型后装，后装 TPMS 市场迎来放量期

胎压监测系统简称“TPMS”，是“tire pressure monitoring system”的缩写。这种技术可以通过记录轮胎转速或安装在轮胎中的电子传感器，对轮胎的各种状况进行实时自动监测，能够为行驶提供有效的安全保障。按照市场划分可分为前装与后装市场，公司目前产品主要是 TPMS 系统诊断匹配工具和 TPMS Sensor 胎压传感器，主要面向后装市场。

政策规定使得 TPMS 成为新车刚需。出于安全考虑，美国从 2007 年要求所有新出厂的小于 4.5 吨的轻型车必须全部安装 TPMS，欧洲类似政策规定始于 2012 年，中国则在 2017 年。TPMS 传感器更换周期一般为 5-10 年，美国市场在 12-17 年经过第一轮更新换代后，21 年有望成为第二轮更换高峰期。中国市场亦在 21 年迎来第一轮更换周期。

表 6: 各国胎压检测政策

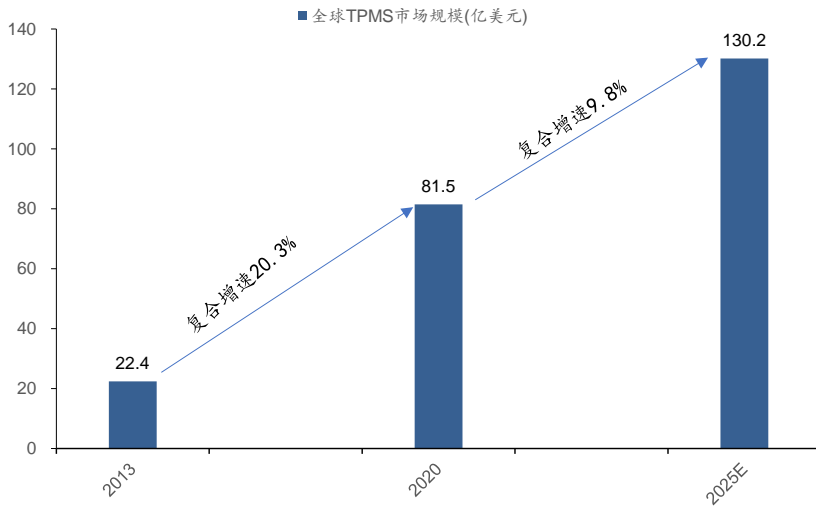
| 相关国家 | 文件名称 | 发布情况 | 相关内容 |
|------|---|----------------------------|---|
| 美国 | FMVSS138 标准 | 美国国家公路交通安全管理委员会 (NHTSA) 制定 | 要求自 2007 年 9 月以后出厂的重量小于 4.5 吨的轻型车必须全部安装 TPMS，以确保行车安全。 |
| 欧盟 | REGULATION (EC) No 661/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL | 2009 年 7 月颁布 | 规定自 2012 年 11 月起，所有出厂的新车型及所有重量小于 3.5 吨的车辆必须配置 TPMS，2014 年 11 月后胎压传感器将列为标准配备，以降低车辆故障几率，实现最大燃油效率。 |
| 中国 | 《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和实验方法》(GB26149) | 2017 年 10 月实施 | 车辆应按如下规定安装本标准规定的 TPMS：A) 对发动机中置且宽高比小于等于 0.9 的乘用车，其新申请型式批准车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施，其已获得型式批准的车型自 2021 年 1 月 1 日起开始实施。B) 对其他 M1 类车辆，其新申请型式批准车型自 2019 年 1 月 1 日起开始实施；其已获得型式批准的车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施。 |

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

前装 TPMS 更换+存量车型后装，后装 TPMS 市场迎来放量期。根据 Market research 统计，2020 年全球 TPMS 市场为 81.5 亿美元，其中后装 TPMS 市场规模仅 28.4 亿美元（人民币约 185 亿元左右）。按照每个传感器 70 元人民币计算，20 年后装 TPMS 汽车数量约在 6500 万辆左右，大部分为前装 TPMS 更换。根据美国高速公路安全管理局研究，胎压相对标准压强每下降 2psi，燃油效率下降 1-2%。我们认为，首先前装 TPMS 在多数国家政策强制

性规定下已成为刚需，随着前装 TPMS 的汽车数量不断累积，后装更新换代需求旺盛。而存量老车型方面，在技术不断完善过程中，基于油耗、安全等综合考量，老车型后装 TPMS 需求有望逐步释放。

图 32：全球 TPMS 市场规模



资料来源：Market research, 信达证券研发中心

TPMS 后装市场未来 5 年全球后装市场规模有望达 1156 亿。目前，美国、中国、欧盟、韩国、日本等主要国家和地区都已出台相关法律，要求符合特定标准的汽车安装 TPMS 系统。根据 Marklines 全球汽车信息平台统计数据，2016 年-2020 年，全球汽车保有量由 12.97 亿辆增长至 14.91 亿辆，2020 年受疫情影响销量有所下滑，但仍达到 7766 万辆。假设汽车 TPMS 更换周期为 5 年，则 2016-2020 年所售汽车将在 2021-2025 年迎来替换期。2016-2018 年中国及欧美、日、韩等汽车销量全球占比约 78%，考虑未来部分汽车可能因各种原因不进行 TPMS 系统安装或更换，我们假设 2016-2020 年新售汽车未来替换率为 65%-70%。同时 2016 年之前全球存量汽车约 12.82 亿辆，假设未来 4 年内将要报废的汽车不进行系统安装和更换，则 2016 年之前存量且有 TPMS 后装需求的车辆预计将达到 10.88 亿辆，假设 2025 年该部分存量汽车安装渗透率达到 3.5% 左右。**根据我们测算，2025 年，全球 TPMS 后装市场规模有望达到 259 亿元。**

表 7：全球 TPMS 后装市场规模预测

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球汽车保有量 (万辆) | 129700 | 137800 | 141900 | 146200 | 149100 |
| 全球汽车当年销量 (万辆) | 9325 | 9531 | 9479 | 9027 | 7766 |
| 全球汽车当年报废量 (万辆) | 7825 | 1431 | 5379 | 4727 | 4866 |
| 项目 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 2016-2020 年每年新售汽车后装 TPMS 替换率 | 65% | 66% | 67% | 68% | 70% |
| 全球增量 TPMS 后装市场需求汽车总量 (万辆) | 6061 | 6290 | 6351 | 6138 | 5436 |
| 2016 年之前购买且有安装 TPMS 需求的存量车辆 (万辆) | 108838 | 108838 | 108838 | 108838 | 108838 |
| 存量车每年安装率 | 1.0% | 1.3% | 1.8% | 2.5% | 3.5% |
| 全球 2016 年前购买汽车 TPMS 后装替换总量 (万辆) | 1088 | 1415 | 1959 | 2721 | 3809 |
| 全球 TPMS 后装替换汽车需求总量 (万辆) | 7150 | 7705 | 8310 | 8859 | 9246 |
| 每车安装个数 (个) | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 单价 (元/个) | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |

后装 TPMS 市场格局有望趋于寡头竞争, 公司有望充分享受行业红利

公司 TPMS 与综合诊断产品协同效应强。从技术角度, 公司及其同类厂商将自有传感器与相应诊断匹配工具进行绑定, 其他厂商工具无法识别; 从渠道角度, 后装 TPMS 也是在 4S 店或第三方独立汽修厂进行, 与公司同类厂商客户渠道资源优势显著。我们认为, 后装 TPMS 市场格局与目前汽车综合诊断分析市场格局直接相关, 包括公司在内的厂商凭借产品间协同效应在后装 TPMS 市场占据优势是大概率事件。

MaxiSys MS906TS 是公司新一代诊断胎压综合解决方案, 配备六核处理器, 800 万像素摄像头, 检测速度更快, 功能更全面。内含原厂级维修资料, 诊断功能媲美原厂, 支持大众车型在线编码、宝马车型在线编码等高端功能。新能源车型覆盖全面, 更增加了原厂胎压系统加装功能, 支持道通通用型胎压接收器编程, 支持胎压传感器编程和激活功能, 可通过快速触发传感器进行胎压匹配学习等特殊功能, 操作简单, 性价比高。我们认为, 随着公司综合诊断产品、软件产品、ADAS 产品覆盖广度不断拓开, 抢占市场份额, TPMS 相关产品将随之快速增长。

图 33: MS906TS 新一代诊断胎压综合解决方案

图 34: TPS218 胎压传感器



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

受益于后装 TPMS 行业进入放量期以及公司整体产品体系不断成熟覆盖面加大, 协同效应有望发酵。预计公司胎压传感器以及诊断匹配工具销量快速放量, 而价格方面, 由于市场竞争以及技术标准程度提升, 假设呈下滑趋势。根据我们测算, 21-23 年公司 TPMS 相关收入分别为 3.74/5.06/6.83 亿元, 同比增长 35.7%/35.3%/35.0%。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测

我们认为, 公司未来业绩增长点主要有: 1. 综合诊断产品在全球竞争力持续提升; 2. TPMS 产品在法规要求下已成为刚需, 后装市场进入放量期 3. ADAS 校准持续受益汽车智能网联化进程, 4. 软件增值服务业务远期靶向更大市场空间, 业绩从短中长期看均有强劲增长动力。综合前文假设, 预计 21-23 年公司营业收入分别为 20.91/27.74/36.84 亿元, 归母净利润为 6.09/8.58/12.09 亿元。

表 8: 公司盈利预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 汽车综合诊断产品 | 7.31 | 9.31 | 11.91 | 15.17 | 19.26 |
| 同比 | 23% | 27.3% | 27.9% | 27.4% | 26.96% |
| 软件升级服务 | 1.34 | 2.08 | 3.15 | 4.76 | 7.15 |
| 同比 | 43% | 55.5% | 51.4% | 51.0% | 50.01% |
| ADAS 产品 | 0.81 | 1.12 | 1.56 | 2.16 | 2.97 |
| 同比 | | 36.9% | 39.8% | 38.5% | 37.50% |
| TPMS 产品 | 2.14 | 2.75 | 3.74 | 5.06 | 6.83 |
| 同比 | 49% | 28.7% | 35.7% | 35.3% | 34.99% |
| 其他 | 0.35 | 0.52 | 0.55 | 0.59 | 0.64 |
| 总收入 | 11.96 | 15.78 | 20.91 | 27.74 | 36.84 |
| 同比 | 32.8% | 31.9% | 32.5% | 32.7% | 32.8% |
| 毛利率 | 62.4% | 64.3% | 64.5% | 64.6% | 64.8% |
| 归母净利润 | 3.27 | 4.33 | 6.09 | 8.58 | 12.10 |
| 同比 | -2.6% | 32.4% | 40.6% | 40.9% | 41.0% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

估值评级

A 股市场与公司同属于汽车产业相关技术服务厂商的企业 2022 年平均 PE 为 62 倍, 而根据我们盈利预测, 公司 22 年对应 PE 为 44 倍, 参考可比公司估值, 公司在其所属的汽车维修诊断细分市场竞争优势显著, 壁垒深厚, 在国内具有一定稀缺性, 给予公司 22 年 65 倍 PE, 公司 22 年对应市值约为 558 亿元。

表 9: 公司可比估值

| 股票代码 | 公司名称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润(亿元) | | | PE | | |
|-----------|------|------------|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 300496.SZ | 中科创达 | 139.88 | 591.9 | 4.43 | 6.58 | 9.23 | 133 | 90 | 64 |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 105.40 | 579.7 | 4.93 | 7.59 | 9.82 | 117 | 76 | 59 |
| | 平均值 | | | | | | 125 | 83 | 62 |
| 688208.SH | 道通科技 | 84.90 | 382.1 | 4.33 | 6.09 | 8.59 | 88 | 63 | 44 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 收盘价为 2021 年 6 月 4 日

综上所述, 我们给予公司 2022 年估值 558 亿元, 给予“买入”评级。

公司的美国对标为“实耐宝”, 公司目前硬件产品性能、价格已逐步向实耐宝看齐, 软件能力亦在不断投入研发, 我们认为, 从中长期看公司市场份额以及收入结构有望持续向海外同类型企业靠近, 凭借全球化的布局有望最终实现超越。实耐宝作为成立百年的企业, 估值水平稳定, 近十年实耐宝利润复合增速为 9.5%, PE 较为稳定, 中位数为 16.37 倍, 估值波动与净利润增速具有一定相关性, 故我们考虑使用 PEG 估值, 若按照实耐宝 2011-2020 年利润复合增速与 PE 中位数计算, 对应 PEG 约为 1.72。根据我们预测, 公司未来利润复合增速为 40.7%,

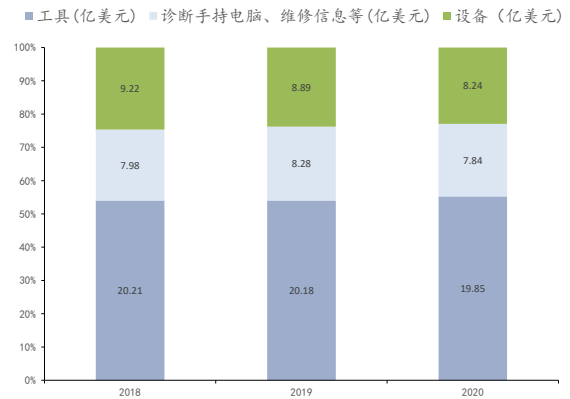
22年8.58亿净利润，PEG给予1.72，对应市值约为600亿元。

图 35: 实耐宝产品体系

| 业务类别 | 具体产品 |
|--------------|--|
| 手动工具 | 扳手, 套筒, 棘轮扳手, 钳子, 螺丝刀, 冲头和凿子, 锯和切割工具, 修剪工具, 扭矩测量仪器 |
| 工具类 | 电动工具 |
| | 无线/气动/液压和有线工具: 如冲击扳手、棘轮、螺丝刀、钻头、砂光机、研磨机 |
| | 工具存储 |
| | 工具箱、卷帘柜 |
| 诊断手持电脑、维修信息等 | 手持平板电脑的诊断产品、服务和维修信息产品、诊断软件解决方案、电子零件目录、业务管理系统和服务、销售点系统, 车辆维修车间集成系统、OEM采购促进服务、保修管理系统和分析, 以帮助OEM经销商管理和跟踪业绩。 |
| 设备 | 车轮定位设备、车轮平衡器、轮胎更换器、车辆升降机、试验车道设备、碰撞修理设备、车辆空调维修设备、制动维修设备、液体交换设备、变速器故障排除设备、安全测试设备、蓄电池充电器和起重机。 |

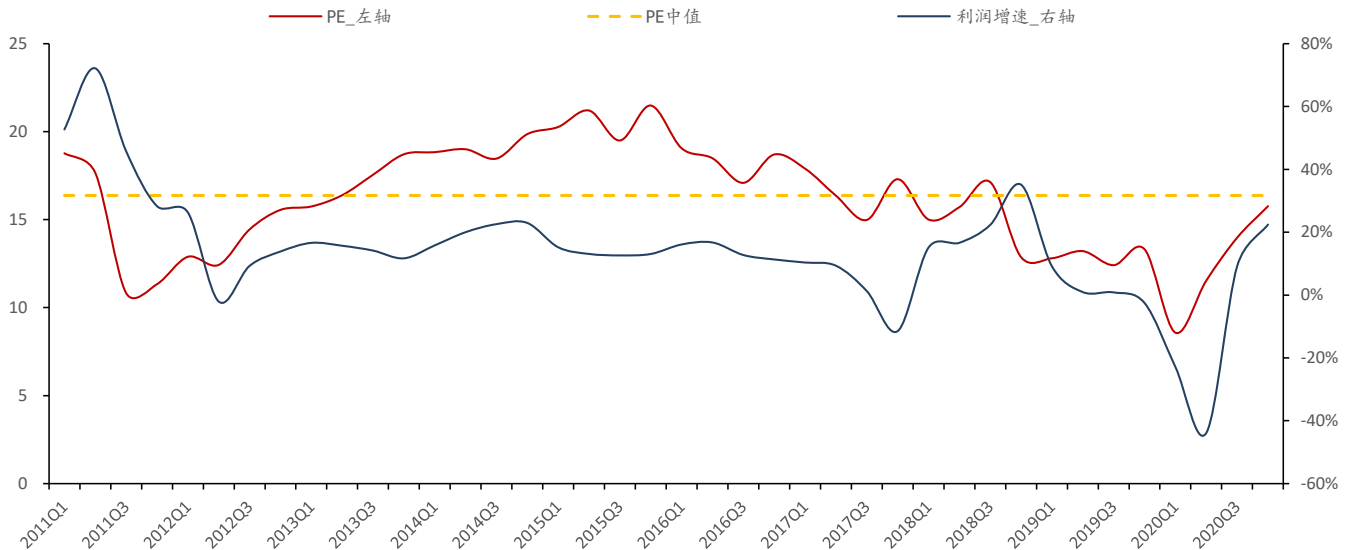
资料来源: 实耐宝财报, 信达证券研发中心

图 36: 实耐宝收入结构



资料来源: 实耐宝财报, 信达证券研发中心

图 37: 实耐宝近十年市场表现、估值情况以及利润增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

1. 产品迭代缓慢导致竞争力下降;
2. 软件升级业务变现不及预期;
3. 国内市场低价竞争导致利润率下滑。



| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1,085 | 2,632 | 3,394 | 4,423 | 5,824 |
| 货币资金 | 346 | 1,351 | 1,958 | 2,647 | 3,472 |
| 应收票据 | 8 | 6 | 11 | 14 | 18 |
| 应收账款 | 253 | 319 | 372 | 494 | 737 |
| 预付账款 | 35 | 25 | 40 | 54 | 69 |
| 存货 | 356 | 443 | 519 | 694 | 975 |
| 其他 | 87 | 488 | 494 | 520 | 554 |
| 非流动资产 | 422 | 543 | 534 | 534 | 534 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产(合计) | 167 | 229 | 229 | 229 | 229 |
| 无形资产 | 60 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 其他 | 195 | 269 | 261 | 261 | 261 |
| 资产总计 | 1,507 | 3,175 | 3,928 | 4,958 | 6,359 |
| 流动负债 | 180 | 577 | 722 | 893 | 1,085 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 90 | 258 | 326 | 404 | 498 |
| 其他 | 91 | 319 | 396 | 489 | 587 |
| 非流动负债 | 162 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 长期借款 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 其他 | 162 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 负债合计 | 342 | 642 | 786 | 958 | 1,149 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 1,165 | 2,533 | 3,142 | 4,000 | 5,209 |
| 负债和股东权益 | 1,507 | 3,175 | 3,928 | 4,958 | 6,359 |

| 主要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,196 | 1,578 | 2,091 | 2,774 | 3,684 |
| 同比(%) | 32.8% | 31.9% | 32.5% | 32.7% | 32.8% |
| 归属母公司净利润 | 327 | 433 | 609 | 858 | 1,210 |
| 同比(%) | -2.6% | 32.4% | 40.6% | 40.9% | 41.0% |
| 毛利率(%) | 62.4% | 64.3% | 64.5% | 64.6% | 64.8% |
| ROE(%) | 28.1% | 17.1% | 19.4% | 21.4% | 23.2% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.73 | 0.96 | 1.35 | 1.91 | 2.69 |
| P/E | 0.00 | 71.19 | 62.75 | 44.53 | 31.59 |
| P/B | 0.00 | 12.17 | 12.16 | 9.55 | 7.33 |
| EV/EBITDA | -0.98 | 65.21 | 65.74 | 45.71 | 31.74 |

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,196 | 1,578 | 2,091 | 2,774 | 3,684 |
| 营业成本 | 450 | 563 | 743 | 982 | 1,298 |
| 营业税金及附加 | 13 | 15 | 23 | 29 | 38 |
| 销售费用 | 167 | 192 | 251 | 319 | 405 |
| 管理费用 | 98 | 135 | 167 | 208 | 258 |
| 研发费用 | 168 | 272 | 356 | 458 | 589 |
| 财务费用 | -8 | 14 | -6 | -9 | -13 |
| 减值损失合计 | -6 | -7 | -8 | -9 | -10 |
| 投资净收益 | -7 | 13 | 4 | 7 | 12 |
| 其他 | 47 | 88 | 90 | 115 | 155 |
| 营业利润 | 341 | 481 | 644 | 901 | 1,264 |
| 营业外收支 | 1 | -27 | -15 | -15 | -15 |
| 利润总额 | 342 | 454 | 629 | 886 | 1,249 |
| 所得税 | 15 | 21 | 20 | 28 | 39 |
| 净利润 | 327 | 433 | 609 | 858 | 1,210 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 327 | 433 | 609 | 858 | 1,210 |
| EBITDA | 354 | 452 | 551 | 778 | 1,094 |
| EPS(当年)(元) | 0.73 | 0.96 | 1.35 | 1.91 | 2.69 |

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 229 | 570 | 610 | 697 | 828 |
| 净利润 | 327 | 433 | 609 | 858 | 1,210 |
| 折旧摊销 | 55 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | 7 | -13 | -4 | -7 | -12 |
| 营运资金变动 | -169 | 95 | -18 | -178 | -394 |
| 其它 | 7 | 1 | 23 | 24 | 25 |
| 投资活动现金流 | -137 | -971 | -2 | -8 | -3 |
| 资本支出 | -114 | -162 | -6 | -15 | -15 |
| 长期投资 | -10 | -838 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -13 | 29 | 4 | 7 | 12 |
| 筹资活动现金流 | -200 | 911 | 0 | 0 | 0 |
| 吸收投资 | 0 | 1,130 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -200 | -181 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -102 | 501 | 607 | 689 | 825 |

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

罗云扬，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020 年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北副总监 (主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东副总监 (主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。